

Cuenta de		2013			
Resultados (Mn€)	2012	Proforma	2014e	2015e	
Ingresos	149,4	202,8	298,2	402,8	
crecimiento %	-20,4%	35,8%	47,0%	35,1%	
Margen Bruto	22,39	28,60	40,35	54,16	
margen %	15,0%	14,1%	13,5%	13,4%	
Ebitda	6,9	11,1	26,0	38,9	
margen %	4,6%	5,5%	8,7%	9,7%	
Ebit	4,0	3,4	22,9	27,9	
margen %	2,7%	1,7%	7,7%	6,9%	
BDI	-18,3	-29,6	11,1	18,6	
margen %	-12,2%	-14,6%	3,7%	4,6%	
Balance de		2013			
Situación (Mn €)	2012	2013	2014e	2015e	
Inmov. neto	11,6	14,1	58,4	64,3	
Inmov. financiero	49,7	32,8	21,9	10,9	
Otros	32,4	39,7	35,2	30,9	
Activo fijo total	93,6	86,6	115,5	106,1	
A. circulante total	54,6	74,6	86,9	154,4	
<b>Activo total</b>	<b>148,3</b>	<b>161,2</b>	<b>202,5</b>	<b>260,5</b>	
Capital social	54,9	93,7	143,7	143,7	
Fondos Propios	-9,0	-13,8	46,4	63,2	
Minoritarios	3,7	3,4	4,3	6,1	
D. financiera L/P	40,4	42,7	34,2	46,5	
Provisiones	33,7	39,3	36,7	40,8	
Acreedores L/P	74,1	82,0	70,9	87,3	
D. financiera C/P	26,6	34,8	3,8	5,2	
Pasivo circ. Opvo.	52,8	54,9	77,1	98,7	
Acreedores C/P	79,5	89,7	80,9	103,9	
<b>Pasivo total</b>	<b>148,3</b>	<b>161,2</b>	<b>202,5</b>	<b>260,5</b>	

\*Fuente: Intermoney Valores

### La última milla; el primer paso

Tras iniciar en el año 2011 un proceso de reestructuración interna y de saneamiento del balance de la compañía, Ezentis se centra en “la última milla”, el primer paso hacia la consecución de una compañía que, basada en la estabilidad accionarial y el compromiso del equipo directivo, se oriente hacia el crecimiento y la rentabilidad en Latinoamérica, basándose en aumentar y consolidar su presencia en los seis grandes países de la región (i.e. Argentina, Brasil, Colombia, México, Perú y Chile).

### Plan Estratégico 2014-2017

Para llegar a su objetivo, la compañía ha diseñado un plan de crecimiento orgánico e inorgánico, que pretende elevar los ingresos y el Ebitda a tasas anuales compuestas de crecimiento (TACC) en el periodo 2013-2017 de 34,1% y 56,5% respectivamente.

### Valoración

Hemos llevado a cabo un proceso de valoración mediante DCF hasta 2024, asumiendo el Plan Estratégico de la compañía (2013-2017), incluyendo una ampliación de capital de 50Mn€ a 0,9€/acción durante el presente ejercicio. Con un WACC dinámico y una tasa de crecimiento a perpetuidad (“g”) del 2%, el precio objetivo del valor cumpliendo el Plan Estratégico de la compañía, se situaría **en 1,30 €/acción** (un 34,7% por encima del cierre de mercado a 16/05/2014 de 0,965€). Nuestra valoración incluye escenarios de sensibilidad al importe de la ampliación de capital y al precio de la misma. Será la capacidad de dar cumplimiento al Plan Estratégico lo que determine, en última instancia, el valor intrínseco de la compañía.



\*Fuente: Bloomberg

## ÍNDICE

➤ ¿Quién es Grupo Ezentis? .....	3-5
✓ De dónde viene?	
✓ 2011: Inicio del cambio	
✓ 2012: Punto de inflexión	
✓ 2013: Nueva Ezentis (Plan Estratégico 2013-15)	
➤ La última milla; el primer paso .....	6-9
✓ Estabilidad accionarial y compromiso del equipo directivo	
✓ Orientación al crecimiento y la rentabilidad en Latinoamérica	
✓ Buscando la vuelta al beneficio: Plan Estratégico 2014-2017	
➤ Del deseo a la realidad .....	10-11
✓ Punto de partida y objetivos	
➤ Valoración por DCF y análisis de sensibilidades .....	12-14
➤ Estados Financieros .....	15
➤ Anexos y <i>disclaimers</i> .....	16-22
I. Principales riesgos de la inversión	
II. Evolución del capital social	
III. Equipo directivo y miembros del consejo	

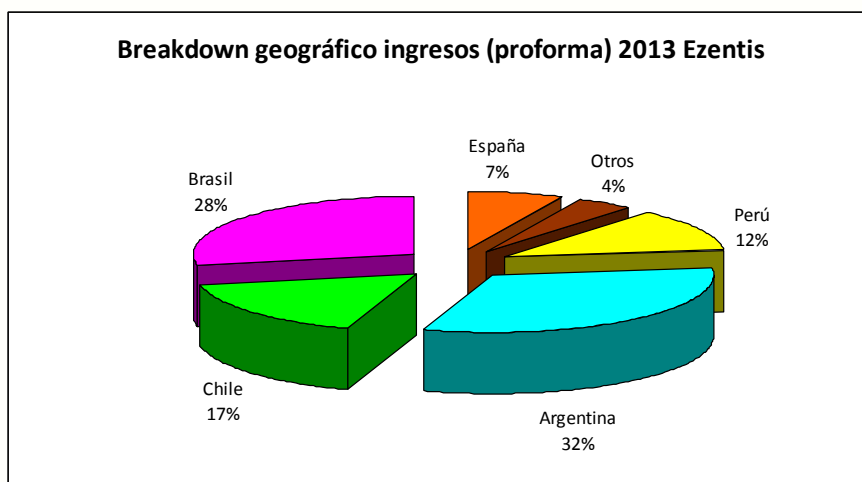
➤ **¿Quién es Grupo Ezentis?**

Ezentis es un grupo empresarial cotizado en las Bolsas de Madrid y Bilbao, con más de 4.200 empleados y una facturación superior a 200Mn€ (proforma) a cierre de 2013.

El Grupo está organizado entorno a dos áreas de negocio:

- 1- **Servicios Industriales:** tanto de planificación, diseño, ejecución y mantenimiento de sistemas de redes de telecomunicaciones (de redes fijas, radio y redes inalámbricas); electricidad (montaje y mantenimiento de líneas de transporte y distribución, de subestaciones y plataformas de transformación etc.); petróleo (ingeniería básica y de diseño); agua (sistemas hidráulicos sanitarios y redes de agua, etc.); gas (diseño de redes de transmisión y distribución de gas, mantenimiento, instalaciones etc.). Representa alrededor del 80% de los ingresos totales del Grupo.
  
- 1- **Soluciones Tecnológicas:** Concentra sus actividades en el negocio de redes privadas y tecnologías de la información (TIC), incluyendo servicios como la consultoría y la integración de sistemas, la externalización, las instalaciones especiales y el área de innovación y desarrollo.

El Grupo tiene una fuerte presencia y vocación internacional. Más del 90% de los ingresos del grupo provienen de Latinoamérica. Por países el peso sobre el total de ingresos es el siguiente:



\*Fuente: Ezentis, Intermoney Valores

✓ **¿De dónde vienen?**

El Grupo Ezentis surgió con la vocación de crear una multinacional tecnológica en infraestructuras y telecomunicaciones, capaz de dar una oferta integral al cliente, que ha evolucionado a través de numerosos procesos de adquisiciones y fusiones.

**Sus inicios se remontan a 1959.** La constitución de Radiotrónica, entonces filial de la empresa AGROMAN, centraba sus actividades en trabajos de instalaciones eléctricas. En octubre de 1988, Radiotrónica comienza a cotizar en Bolsa y se inicia un proceso de internacionalización. Chile fue el primer mercado al que accedieron, de la mano de un importante contrato con Telefónica.

**La expansión en Latinoamérica continua en la década de los 90,** con la instalación de la compañía en Argentina en 1992 (Radiotrónica de Argentina, S.A.), Perú en 1994 (Radiotrónica del Perú, S.A.C.), abriéndose posteriormente Radiotrónica S.A. Sucursal Colombia (1995) y Radiotrónica do Brasil (1996), adquiriendo un marcado carácter internacional. Esta diversificación geográfica permitió que la compañía pasara de ser una empresa meramente instaladora eléctrica a una multinacional con una diversificación de servicios (transporte, sector ferroviario, terrestre, navegación, etc.).

En 1998, un grupo de ejecutivos de la empresa compra a Corporación Industrial Banesto, mediante una operación de "Management Buy Out" el paquete accionarial de control de la compañía. En el año 1999, se adquiere Ena Telecomunicaciones, S.A con el claro objetivo de reforzar su presencia en el sector del transporte en general y en particular en los sectores ferroviario, de tráfico terrestre y de navegación marítima y aérea.

Posteriormente adquiere Compañía Electrónica de Técnicas Aplicadas, S.A (COMELTA), accediendo a través de esta compra en el sector de la electrónica industrial (terminales de expedición electrónica de tickets) y de consumo (fabricación de ordenadores).

Durante el año 2000, la compañía opta por la **concentración empresarial** para incorporar, aprovechando la estructura internacional de Radiotrónica, actividades y negocios complementarios, diversificando así sus actividades.

Se adhiere **Acciona como socio estratégico**, con la finalidad de obtener la financiación necesaria para la adquisición del 100% de las acciones representativas del capital social de Telefónica Sistemas Ingeniería de Productos, S.A. (TSIP). El 15 de diciembre de 2000 Radiotrónica cambia su denominación social por la de Avanzit, S.A.

En el año 2001 se reorganiza el Grupo Avanzit con la definición de tres grandes sectores de actividad: Telecomunicaciones, Media y Tecnología (TMT), adscritos a tres empresas con personalidad jurídica propia y capital 100% suscrito por Ezentis (AVANZIT TELECOM, AVANZIT MEDIA (TELSON) y AVANZIT TECNOLOGÍA). Esta reorganización se realizó mediante fusión por absorción de la matriz de las sociedades del grupo que se vieron afectadas, con la consecuente suscripción de una ampliación de capital en cada una de estas últimas.

Entre 2006 y 2007 se constituye la filial **Vértice 360º** en el área audiovisual, integrando en ella Manga Films, Telespan, Videoreport y Notro films. Comienza a cotizar en bolsa a finales de 2007, hasta su exclusión en 2014 tras la solicitud de concurso de acreedores.

En esos mismos años se compra el Grupo **CALATEL** (empresa peruana de servicios de construcción y mantenimiento de sistemas de telecomunicaciones, electrificación, energía y obras de Infraestructura Civil) y **ELFER** (Electrificaciones Ferroviarias) en España, con el fin de reforzar la posición del grupo en el sector ferroviario.

No es hasta el año 2010 que la compañía cambia su denominación a **Ezentis**, integrando también los servicios de Sedesa (grupo líder en su ámbito de influencia en infraestructuras de obra civil, edificación, energías renovables y concesiones), entre otros.

#### ✓2011: Inicio del cambio

A finales de 2011, con la entrada del nuevo Presidente Don Manuel García-Durán y del nuevo equipo directivo (Ver Anexo III), comienza la transformación de la Compañía.

Hasta esa fecha, Ezentis era una compañía con un balance deprimido, infinidad de negocios no rentables inconexos entre sí, con actividades que drenaban caja y una carente existencia de sinergias entre negocios.

El nuevo equipo se enfocó en una vuelta al negocio tradicional ("back to basics"), centrando su crecimiento en las TICs y fortaleciendo el desarrollo del negocio internacional en zonas con demanda creciente y procediendo a la repatriación de dividendos. En España, se sientan las bases para la vuelta al crecimiento y al equilibrio financiero, desinvirtiendo en los negocios no rentables (Sedesa y Elfer) y finalizando el proyecto conjunto de Avanzit Telecom y Telefónica en España. Al mismo tiempo, se implementa una estricta política de contención de costes y una mejora en el "mix" de servicios de los negocios en España, Telecomunicaciones y Tecnología. Junto a la reestructuración, se inicia el proceso de fortalecimiento del balance.

#### ✓ 2012: Punto de inflexión

En 2012 culmina la reestructuración, con una innovadora estrategia de posicionamiento internacional basada en la reorientación de las áreas TICs hacia una fuerte vocación de globalidad (92% de la contratación proviene de mercados internacionales), consiguiendo rentabilidad en todas las unidades de negocio y avanzando en el proceso de conseguir un balance saneado, gracias a la refinanciación de la deuda con entidades financieras (14,0 Mn€ con Banif, 6,7Mn€ con EBN y 3,5Mn€ con SOPREA) , a aumentos en el capital social (ver Anexo II) y a medidas destinadas a una mejora del fondo de maniobra.

En términos de negocio, se abandona la mayor parte de las actividades de Telecomunicaciones en el mercado nacional, mediante la venta del contrato de mantenimiento del bucle de abonado con Telefónica de España. **Es el momento del primer Plan Estratégico 2013-2015** de la compañía, que sienta las bases del crecimiento y rentabilidad para los próximos 3 años y que se apoya en la ampliación de capital (13,25 Mn€) llevada a cabo tras el cierre del ejercicio 2012, que ampara el cumplimiento de los objetivos del Plan.

#### ✓ 2013: Nueva Ezentis (Plan Estratégico 2013-15).

En noviembre de 2012, el Consejo de Administración de Ezentis aprobó el Plan Estratégico 2013-2015, en virtud del cual el Grupo sentó sus nuevos pilares estratégicos, centrados principalmente en la expansión en Latinoamérica, el cese de negocios no rentables y el aumento del peso en los sectores de energía y gestión de agua. A nivel financiero, los nuevos pilares se focalizan en la gestión del circulante y en la generación de caja, la mejora de la eficiencia operativa y una mayor solidez del balance. En febrero de 2013 la compañía realizó una ampliación de capital con reconocimiento del derecho de suscripción preferente, suscrita y desembolsada mediante aportaciones dinerarias por un importe nominal total de 13,2 Mn€, que permitió a la Sociedad llevar a cabo ciertas actuaciones en el marco del Plan Estratégico 2013-2015.

En concreto, a lo largo del año 2013 el Grupo Ezentis ha consolidado su plan de expansión en Latinoamérica a través de las siguientes acciones:

- a) Adquisición a finales de 2013 del 45% (sumando su participación un 95% total tras la compra) del consorcio chileno RdTC (encargado del desarrollo de infraestructuras de telecomunicaciones y gestión de aguas) por 6,1Mn€.
- b) Compra del 60% de la brasileña Servicios Urbanos SUL por 4,2Mn€ (de los que 1,9Mn dependen de la obtención por parte de la compañía de determinados contratos y niveles de facturación). Ezentis consigue así uno de los grandes hitos de la nueva compañía: la entrada en Brasil, un objetivo largo tiempo deseado, no solo por el conocimiento del grupo del negocio de mantenimiento de infraestructuras, sino por las sinergias derivadas con el resto del continente latinoamericano (donde Ezentis lleva más de 50 años posicionada).
- c) A finales del 4T13, Grupo Ezentis adquiere el 55% del capital social de la compañía brasileña SEICOM, dedicada a la construcción y mantenimiento de estaciones y redes de telecomunicaciones móviles en los estados de Rio de Janeiro y Sao Paulo, por un importe de 4,87 Mn€ (de los cuales 1,24 Mn € están supeditados al cumplimiento de una serie de objetivos de rentabilidad durante los ejercicios 2014-2016).

Por otro lado, la compañía vendió su participación del 5,7% en Amper y ajustó la pérdida de su participación en Vértice 360º (actualmente en concurso de acreedores). A fecha de hoy, dicha participación está 100% provisionada.

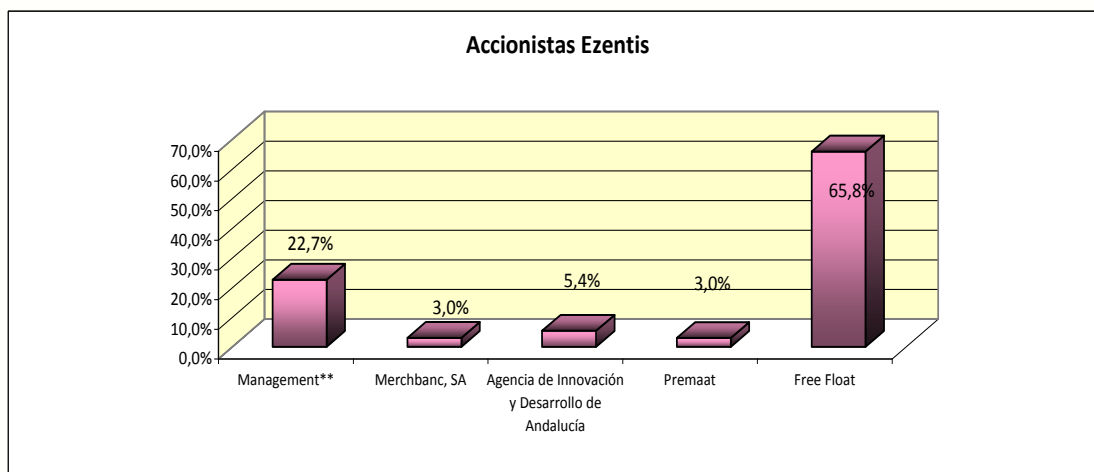
➤ **La última milla; el primer paso**

Tras el proceso de reestructuración que se está implementando, el negocio del nuevo Grupo Ezentis se centra en la “última milla”, aquella que llega a los hogares mediante servicios de Telecomunicaciones, Electricidad, Agua, Oil & Gas y minería.

Actualmente es una empresa global que opera en España, Argentina, Chile, Perú, Brasil, Panamá, Jamaica, Haití y Colombia. La compañía se centra en dos líneas de negocio: **Servicios industriales** (servicios de telefónica fija y móvil, acceso a internet, servicios audiovisuales, de energía, petróleo y gas) y **Soluciones Tecnológicas** (IT), centrada en actividades de consultoría, integración y BPO (business process outsourcing).

**Estabilidad accionarial y compromiso del equipo directivo**

Actualmente, Ezentis disfruta de un accionariado estable comprometido con el Plan Estratégico del Grupo.



\* Fuente: Ezentis, Intermoney Valores

\*\* Pacto de sindicacion de acciones (Manuel García -Durán y otros directivos, Ibersuizas, Eralan, M&C Derivados y Strongback Holdings Limited)

✓ **Orientación al crecimiento y la rentabilidad en Latinoamérica**

**Situación de mercado**

El incremento, tanto a nivel poblacional como en términos de PIB estimado en las regiones latinoamericanas en los próximos años, supera con creces el esperado en los mercados occidentales desarrollados. Esto conlleva importantes oportunidades de negocio en estos mercados y un gran atractivo a nivel de inversión.<sup>1</sup> De hecho, el mercado de gestión de infraestructuras de Telecomunicaciones y Energía en América Latina y el Caribe presenta cada vez más oportunidades para los proveedores e inversores, dadas las atractivas tasas de crecimiento de estos mercados, que casi duplican las de Estados Unidos y Europa.

Los problemas que enfrentan los países de América Latina en términos de acceso a las infraestructuras de Telecomunicaciones y Energía son las dificultades de oferta por un lado, debido a los costos de suministro que crecen junto con la distancia y con la menor densidad de los mercados, y las dificultades de demanda, derivadas de los bajos niveles de ingreso y de su desigual distribución.

<sup>1</sup> Según el Banco Mundial, la inversión en infraestructuras de Telecomunicaciones y Energía en Latinoamérica ha crecido a una CAGR 2010-2013 del 35% y se esperan elevadas inversiones a futuro.

Dadas estas restricciones, es necesario formular políticas específicas, que permitan ofrecer paquetes de servicios convergentes y que satisfagan las necesidades de universalización.

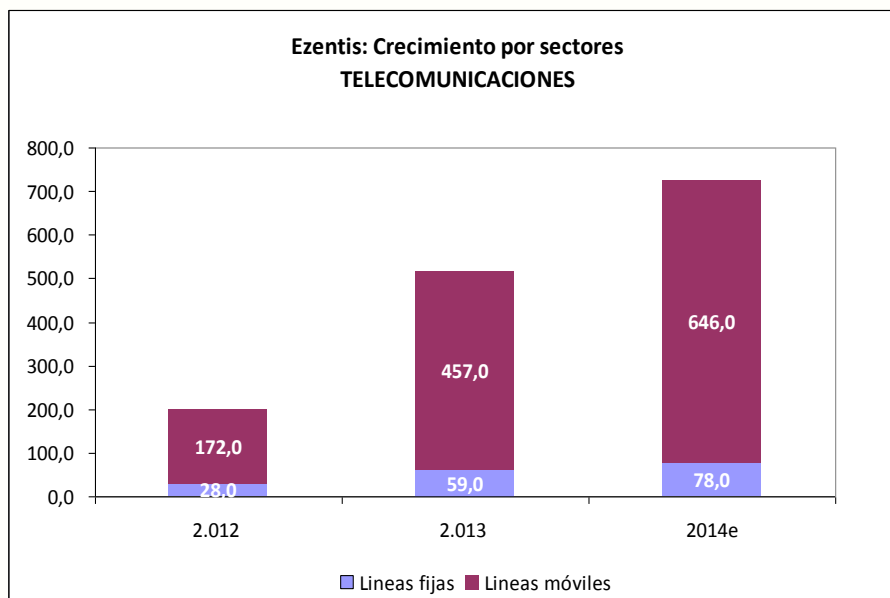
De hecho, se trata de mercados caracterizados actualmente por su elevada fragmentación, con una infinidad de pequeñas compañías locales ofreciendo los mismos servicios, lo cual ha redundado en una guerra de precios y una merma de la rentabilidad. En estos momentos, se aprecia un proceso de concentración de proveedores que facilita la prestación de servicios de forma global. Ezentis está beneficiándose de ese proceso de concentración, absorbiendo operadores de pequeño y mediano tamaño (entre 15-60 Mn€), en los que quiere centrar (junto al propio crecimiento orgánico de la compañía) su base de crecimiento a futuro.

**Concentración de clientes: una “desventaja” muy ventajosa en estos momentos**

La ventaja de la compañía en ese sentido radica en la fortaleza de sus principales clientes (Telefónica, Endesa, Claro y Edenor entre otros). Si bien es cierto que uno de los riesgos de Ezentis radica en la concentración de clientes que presenta (Telefónica supone actualmente en torno al 40% de los ingresos totales de la compañía), el hecho de que más de un 80% de sus ingresos se encuentren concentrados en cuatro o cinco clientes “Tier I” es, en momentos de crecimiento, una ventaja comparativa sustancial. Son precisamente estas compañías, líderes en sus mercados, las que más probabilidades presentan de beneficiarse del esperado potencial de desarrollo de los servicios de gestión de infraestructuras de Telecomunicaciones y de Energía en Latinoamérica, donde llevan décadas posicionadas, con elevadas cuotas de mercado, algo de lo que Ezentis puede verse beneficiada vía mayores niveles de contratación. Teniendo en cuenta que los contratos de la cartera de servicios de la compañía (el 90% son de mantenimiento), tienen una elevada probabilidad de contratarse por períodos plurianuales, y garantizan una cierta recurrencia a nivel de ingresos<sup>2</sup>.

Latinoamérica ha sido y será el motor de crecimiento del Grupo Ezentis (+39,8% de crecimiento de ingresos en 2013). A cierre de 2013, las ventas procedentes de esta zona geográfica representaban más del 90% de las totales y cerca del 95% en términos de contratación.

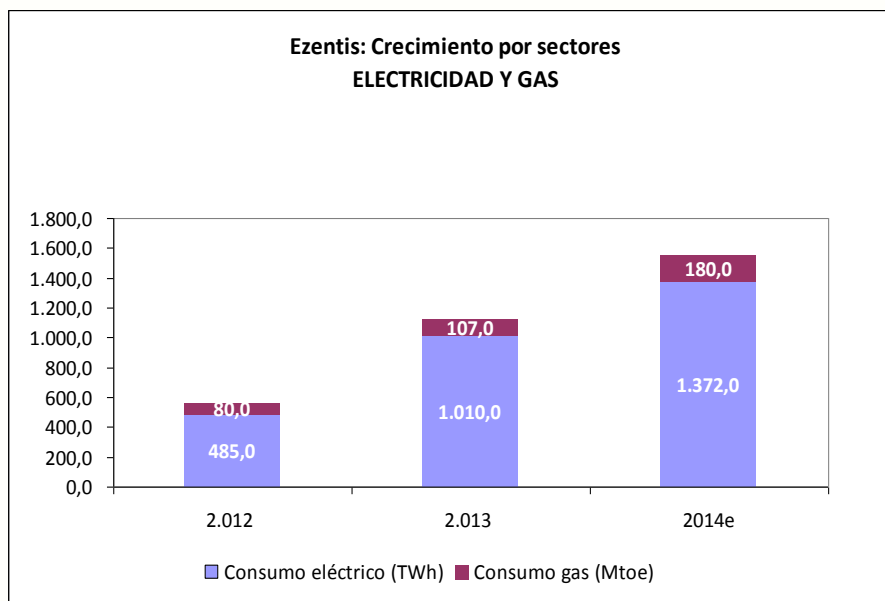
Ezentis espera un comportamiento muy positivo de sus negocios, tanto de Telecomunicaciones, como de Gas y Electricidad. La TACC 2012-2014e del negocio de Telecomunicaciones (líneas fijas) es del 66% y en líneas móviles la TACC 2012-2014e esperada es del 94%. Para el negocio del Gas y Electricidad, la TACC 2012-2014e que cifra la compañía es del 50% y 68% respectivamente.



\*Fuente: Ezentis; elaboración: Intermoney Valores

<sup>2</sup> Fuente ABI Research: 2014 será el año de las redes 4G en Latinoamérica, donde según las estimaciones de la consultora, el 40% del total de las inversiones en telecomunicaciones móviles en América Latina se destinarán a la expansión de esas redes de telefonía. Empresas como Telefónica, Avantel y TIM han anunciado su interés en consolidar las redes 4G de la región mediante importantes inversiones.





\*Fuente: Ezentis; elaboración: Intermoney Valores

Ezentis estima que el mercado de servicios de infraestructuras a empresas de Telecomunicaciones y distribuidoras de Energía en Latinoamérica ascenderá a unos 10.000 Mn€ (con especial potencial en México, Brasil, Colombia y Argentina).

✓ **Buscando la vuelta al beneficio. Plan estratégico 2014-2017**

La compañía ha aprobado un nuevo Plan Estratégico 2014-2017, focalizado en el crecimiento a través de dos vías:

- a) orgánica (que supondrá en torno al 50,4% del total de ingresos de la compañía en 2017e) e
- b) inorgánica (peso del 49,6% del total de ingresos estimados en 2017e).

El compromiso del equipo directivo con el Plan Estratégico del Grupo, se ve reforzado por su posición de accionista principal.

Ezentis, en su Plan Estratégico, centra su valor diferencial y sus ventajas competitivas en los siguientes aspectos:

VALOR DIFERENCIAL DE EZENTIS
Socio estratégico de sus clientes
Maximización de la satisfacción del cliente
Alta calidad en la ejecución
Valor añadido a través de la excelencia operativa y la eficiencia
VENTAJAS COMPETITIVAS
Experiencia en grandes contratos
Presencia regional
Capacidades tecnológicas
Innovación

\*Fuente: Ezentis; elaboración: IMV



Las prioridades del nuevo Plan Estratégico se centran en:

- a) equilibrar y desarrollar el maltrecho negocio en España
- b) crecer de manera eficiente, con aumentos de productividad
- c) aprovechar las posibilidades de crecimiento en Latinoamérica (tanto orgánicas como inorgánicas) para consolidar su negocio en los 6 grandes países de Latinoamérica (Argentina, Brasil, Chile, Colombia, México y Perú)
- d) fortalecimiento del balance, reduciendo el endeudamiento y propiciando una mejora tanto de los fondos propios como del fondo de maniobra

Las magnitudes que la compañía espera alcanzar con su plan estratégico en el año 2017 son:

<b>OBJETIVO PLAN ESTRATEGICO 2014-2017e</b>	
<b>Mn €</b>	<b>2017e</b>
Ventas	656,3
Ebitda	66,6
Mgn Ebitda	10,1%
R. Neto	39,1
R. Neto atribuible	32,2

\*Fuente: Ezentis, elaboración IMV

Los criterios a implementar en su crecimiento inorgánico son:

- a) compañías con márgenes Ebitda superiores al 7,5%
- b) compras con niveles de endeudamiento máximo de 2x Deuda neta/Ebitda
- c) el precio a pagar por las compañías adquiridas oscilará entre 5 y 6x EV/Ebitda
- d) es importante señalar que Ezentis tomará participaciones de control con pago en metálico y en acciones, implicando así a los antiguos accionistas de las compañías adquiridas en su proyecto de crecimiento

#### Próxima ampliación de capital (2014)

Con el objetivo de dar cumplimiento al Plan Estratégico, la sociedad ha aprobado un acuerdo de ampliación de capital social por un importe que oscilará entre los 50Mn€ -80Mn€ para lo que emitirá nuevas acciones ordinarias de la Sociedad, de treinta céntimos de euro (0,30 €) de valor nominal, de la misma clase y serie que las que están actualmente en circulación, con cargo a aportaciones dinerarias, con derecho de suscripción preferente de los accionistas. En concreto, las nuevas acciones se emitirán a un precio de entre 0,30- 1,10 € por título, según determine el consejo de administración.

➤ **Del deseo a la realidad**

✓ **Punto de partida y objetivos**

La situación actual o punto de partida de la compañía queda recogida a nivel de ingresos, en el Pro-forma 2013 facilitado por Ezentis, con el desglose correspondiente por geografías (extrapolado por IMV a nivel de Ebitda, en función de las hipótesis de modelización). El objetivo que la compañía pretende alcanzar se recoge en las estimaciones de la compañía para 2017 (año de finalización del Plan estratégico), como se aprecia a continuación:

Mn€	2013 PROFORMA		2017e	TACC 2013-2017e
<b>Argentina</b>				
Ingresos	64,0	Ingresos	45,9	-8,0%
% sobre el total	32,0%	% sobre el total	7,0%	
Ebitda	4,5	Ebitda	4,7	0,9%
% sobre el total	40,5%	% sobre el total	7,0%	
Mgen Ebitda	7,0%	Mgen Ebitda	10,1%	
<b>Brasil</b>				
Ingresos	55,7	Ingresos	242,8	44,5%
% sobre el total	27%	% sobre el total	37,0%	
Ebitda	3,6	Ebitda	24,6	61,7%
% sobre el total	32,4%	% sobre el total	37,0%	
Mgen Ebitda	6,5%	Mgen Ebitda	10,1%	
<b>Chile</b>				
Ingresos	35,2	Ingresos	85,3	24,8%
% sobre el total	17,4%	% sobre el total	13,0%	
Ebitda	4	Ebitda	8,7	21,3%
% sobre el total	36,0%	% sobre el total	13,0%	
Mgen Ebitda	11,4%	Mgen Ebitda	10,1%	
<b>Resto Latinoamérica</b>				
Ingresos	33,5	Ingresos	124,7	38,9%
% sobre el total	16,5%	% sobre el total	19,0%	3,6%
Ebitda	-1,5	Ebitda	12,7	
% sobre el total	-13,5%	% sobre el total	19,0%	
Mgen Ebitda	-4,5%	Mgen Ebitda	10,1%	
<b>España y Holding</b>				
Ingresos	14,4	Ingresos	78,8	52,9%
% sobre el total	7,1%	% sobre el total	12,0%	
Ebitda	0,5	Ebitda	8,0	99,9%
% sobre el total	4,5%	% sobre el total	12,0%	
Mgen Ebitda	3,5%	Mgen Ebitda	10,1%	
<b>México</b>				
Ingresos	-	Ingresos	78,8	
% sobre el total	-	% sobre el total	12,0%	
Ebitda	-	Ebitda	8,0	
% sobre el total	-	% sobre el total	12,0%	
Mgen Ebitda	-	Mgen Ebitda	10,1%	
<b>TOTAL INGRESOS</b>	<b>202,8</b>	<b>TOTAL INGRESOS</b>	<b>656,3</b>	<b>34,1%</b>
<b>TOTAL EBITDA</b>	<b>11,1</b>	<b>TOTAL EBITDA</b>	<b>66,6</b>	<b>56,5%</b>
<b>Margen EBITDA</b>	<b>5,5%</b>	<b>Margen EBITDA</b>	<b>10,1%</b>	

\*Fuente: Ezentis, Intermoney Valores

Los objetivos del Plan Estratégico 2014-2017e pasan, como se aprecia en la tabla anterior, por alcanzar unos ingresos en 2017e de 656,3 Mn€ (TACC 2013-2017e 34,1%). El objetivo a nivel de Ebitda es obtener 66,6Mn€ en 2017 (TACC 2013-2017e: 56,5%).

La compañía pretende conseguir sus objetivos mediante crecimiento orgánico (nuevas adjudicaciones/contratación) y mediante adquisiciones (en 2017, Ezentis estima que el 49,6% de sus ingresos provendrán del crecimiento inorgánico). Las adquisiciones se realizarán en Brasil, Colombia y México. Ezentis ya ha dado el primer paso, anunciando el pasado 6 de mayo la compra del 100% del grupo de servicios Network Test, por 7,1 Mn€, que le permitirá entrar en Colombia. Es probable que la compañía lleve a cabo alguna adquisición adicional en este país a lo largo de 2014 y que trate de efectuar alguna adquisición en México (único país de los seis grandes en Latinoamérica, donde la compañía no tiene presencia). Ezentis espera que el riesgo de ejecución de las adquisiciones quede limitado por los criterios fijados para las compras (ratio deuda neta/Ebitda inferior a 2x y margen Ebitda superior a 7,5%).

A nivel orgánico, esperan crecimiento a doble dígito, gracias al fuerte crecimiento estimado en Latinoamérica y a la evolución esperada en servicios industriales.

El grado de avance actual aproximado en ejecución, del “pipeline” sobre total de inversión es el siguiente:



## ► Valoración

Hemos efectuado una valoración de la compañía sobre la base de la **proyección del Plan Estratégico de Grupo Ezentis**, realizando diferentes escenarios de sensibilidad en relación al grado de cumplimiento del mismo. Es importante señalar que de cara a las estimaciones, la compañía recoge variaciones del tipo de cambio en Argentina (depreciación del -73% acumulada en 2017 vs cierre de 2013), dejando el tipo de cambio en el resto de países constante en el período de proyección.

Teniendo en cuenta las estimaciones de Ingresos, Ebitda y beneficio neto de la compañía, hemos asumido en nuestro escenario base, una **ampliación de capital de 50Mn€**. De este importe, el 75% (37,5Mn€) se ha dedicado a financiar el crecimiento inorgánico de la compañía y el 25% restante ha sido destinado a reforzar la situación financiera del balance.

En ese sentido, al margen de la ampliación de capital, asumimos que el endeudamiento del Grupo Ezentis en el previsual (2014-2017e) es coherente con el ritmo de actividad estimado para la compañía, manteniendo un ratio de **apalancamiento consistente y sostenible en el largo plazo que permita la continuidad del plan de crecimiento, sin comprometer la situación financiera del balance**. Asumimos un elevado nivel de gastos financieros este ejercicio 2014, acorde a la tipología de países donde la compañía opera. A partir del año 2015, el desapalancamiento natural de Ezentis, así como algunas actuaciones a implementar por la compañía, implican un descenso natural en los gastos financieros.

Entre estas actuaciones destacamos la reducción del "factoring". El "factoring" es una alternativa de financiación que consiste en ceder o traspasar los derechos de cobro de créditos y facturas existentes a favor de la compañía (Ezentis, en este caso), a cambio de obtener de manera anticipada el montante derivado de esas operaciones, aunque con un descuento. Tiene un elevado coste financiero.

No descartamos que en un futuro, Ezentis pueda implementar otras medidas similares a las aplicadas por compañías con gran presencia en Latinoamérica, consistente en realizar un proceso de "debt push down" o deslocalización de la deuda, por la que se traslade la deuda de la matriz española a cada una de las filiales Latinoamericanas, en aras a mitigar el riesgo divisa en términos operativos (manteniéndolo en la parte de inversión en capital).

Siguiendo por tanto las premisas del Plan Estratégico 2014-2017e de la compañía, con las consideraciones comentadas anteriormente, la Cuenta de Resultados y el Estado de Flujo de Caja estimados para ese período serían las siguientes:

**Tabla 1: Cuenta de Resultados resumida, asumiendo el cumplimiento del Plan Estratégico de Ezentis.**

Cuenta de Resultados (Mn€)	2012	2013	2013PR	2014e	2015e	2016e	2017e	TACC 2013-2017e
Ingresos	149,4	148,8	202,8	298,2	402,8	522,9	656,3	34,1%
crec. %	-20,4%	-0,4%	35,8%	47,0%	35,1%	29,8%	25,5%	-8,1%
Ebitda	6,9	4,4	11,1	26,0	38,9	52,3	66,6	56,5%
margen %	4,6%	3,0%	5,5%	8,7%	9,7%	10,0%	10,1%	16,7%
Ebit	4,0	-7,4	3,4	22,9	27,9	39,2	49,2	95,8%
margen %	2,7%	-5,0%	1,7%	7,7%	6,9%	7,5%	7,5%	45,9%
BDI	-18,3	-40,9	-29,6	11,1	18,6	29,0	39,1	-
margen %	-12,2%	-27,5%	-14,6%	3,7%	4,6%	5,5%	6,0%	

\*Fuente: Ezentis;Intermoney Valores

Tabla 2: Estado de flujos de caja, asumiendo el cumplimiento del Plan Estratégico de Ezentis.

Cascada de Cash Flow (Mn€)	2012	2013	2014	2015	2016	2017
BDI	-18,3	-29,6	11,1	18,6	29,0	39,1
Ajustes financieros y extraordinarios	20,2	28,0	7,3	4,0	2,7	0,7
NOPAT	2,0	-1,7	18,5	22,6	31,7	39,8
Amortizaciones y provisiones	2,9	7,8	3,2	11,0	13,1	17,3
Capex	-2,9	-4,1	-45,7	-8,4	-8,6	-8,8
Nof	-9,8	-10,4	-3,0	-8,1	-8,5	-11,2
Otra inversión / desinversión en operativos	0,2	-24,3	-3,3	11,0	11,0	0,0
<b>FREE CASH FLOW</b>	<b>-7,7</b>	<b>-32,7</b>	<b>-30,4</b>	<b>28,1</b>	<b>38,7</b>	<b>37,2</b>
Financieros (1-t)	-6,5	-7,2	-7,3	-4,0	-2,7	-0,7
Deuda	13,2	5,3	-25,2	13,7	20,8	26,3
<b>EQUITY CASH FLOW</b>	<b>-0,9</b>	<b>-34,6</b>	<b>-62,9</b>	<b>37,8</b>	<b>56,9</b>	<b>62,8</b>
Capital social	0,0	38,8	50,0	0,0	0,0	0,0
Pago de dividendos	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
<b>VARIACIÓN ANUAL DE LA CAJA</b>	<b>-0,9</b>	<b>4,2</b>	<b>-12,9</b>	<b>37,8</b>	<b>56,9</b>	<b>62,8</b>

\*Fuente: Ezentis;Intermoney Valores

Tomando como escenario base la realización de una ampliación de capital de 50Mn€ a un precio de 0,9€/acción y el cumplimiento al 100% del Plan Estratégico diseñado por Ezentis, hemos hecho una valoración por **descuento de flujos de caja (DCF)** de la compañía. Asumimos un **WACC variante**, lo que significa que cada año (nuestro periodo previsional abarca 10 años) la tasa de descuento va modificándose en función de la estructura financiera que la compañía tenga. El WACC promedio del período previsional (10 años) es del 13,3%, teniendo en cuenta que son tasas habituales de descuento en las regiones donde la compañía está presente, y que comportan riesgos mucho más elevados que los mercados occidentales o tradicionales (ver Anexo I: Principales riesgos de la inversión). La “g” utilizada es del 2,0%.

Como número de acciones a considerar en nuestros escenarios, hemos tenido en cuenta el dato final que Ezentis tendrá tras las distintas ampliaciones llevadas a cabo (“operación acordeón” y otras), por la cual el número de acciones de la compañía se fijará en 158.704.978 unidades, a las que hemos añadido 55.555.555,6 acciones adicionales correspondientes a la ampliación de capital (importe del escenario base: 50Mn€ a 0,9€/acción). El número total de acciones a considerar asciende por tanto a 214,3Mn.

Con estas premisas, el precio objetivo se situaría en 1,30€/acción (un 34,7% superior a la cotización de cierre del 16 de Mayo de 2014, situada en 0,965€/acción).

Tabla 3: Valoración DCF Grupo Ezentis a 31/12/2014

VALORACIÓN DCF GRUPO EZENTIS (Mn€)	
VA FCF proyectados	207,64
VA VR (FCF extrapolados)	174,45
<b>ENTERPRISE VALUE 100% EMPRESA</b>	<b>382,09</b>
Ajuste Enterprise Value	
Tesorería / IFT (cuentas de efectivo)	8,45
Deuda financiera l/p	-41,76
Deuda financiera c/p	-4,64
Deudas por leasing l/p	0,00
Provisiones para riesgos y gastos	-36,44
Socios minoritarios	-28,09
<b>EQUITY VALUE 100% EMPRESA</b>	<b>279,61</b>
Nº acciones post ampliación	214,26
<b>Equity Value/Acción</b>	<b>1,30</b>

\*Fuente: Intermoney Valores

Es importante señalar que la compañía mantiene a cierre de 2013 bases imponibles negativas por importe de 429,4Mn€. Ezentis espera generar bases imponibles positivas en los años venideros, que permitan la recuperación -en el plazo contemplado por la ley (10 años, por norma general)- de los activos fiscales diferidos (128,82Mn€ de créditos fiscales).

Asumiendo las hipótesis de nuestro caso base (comentado con anterioridad), hemos hecho un escenario de sensibilidad al importe de la ampliación de capital y al precio al que se realice la misma, teniendo en cuenta los baremos establecidos por la propia compañía en su comunicado a la CNMV (entre 50-80Mn€ a un precio que oscilará entre 0,3-1,1€/acción). Los resultados se muestran a continuación:

**Tabla 4: Equity Value/acción en función del importe y precio de la ampliación de capital**

Importe ampliación capital (Mn€)	Equity Value Ezentis (Mn€)	Precio ampliación capital (€)								
		1,1	1	0,9	0,8	0,7	0,6	0,5	0,4	0,3
80	284,4	1,23	1,19	1,15	1,10	1,04	0,97	0,89	0,79	0,67
70	282,8	1,27	1,24	1,20	1,15	1,09	1,03	0,95	0,85	0,72
60	281,1	1,32	1,29	1,25	1,20	1,15	1,09	1,01	0,91	0,78
50	279,4	1,37	1,34	1,30	1,26	1,21	1,15	1,08	0,98	0,86

\* Fuente: Intermoney Valores

Del mismo modo, hacemos un análisis de sensibilidad para saber cómo variaría el precio objetivo/acción, si en vez de cumplir el Plan Estratégico al 100% como la compañía espera realizar, el desarrollo del mismo tuviese porcentajes inferiores de consecución.

**Tabla 5: Sensibilidad al cumplimiento del PE de Ezentis**

Grado de cumplimiento del plan estratégico	Equity value/acción
100%	1,30
90%	1,05
80%	0,64

\*Fuente: Intermoney Valores

Si la compañía cumpliera su Plan Estratégico en porcentajes iguales o inferiores al 50% del total previsto, necesitaría endeudamiento adicional relevante (o nuevas ampliaciones de capital) para garantizar la viabilidad financiera/crediticia de la compañía y no comprometer la sostenibilidad mercantil.

**Conclusión:** Ezentis se enfrenta al reto de demostrar, a la comunidad de inversores, que no es la compañía que históricamente conocemos, sino un grupo mejor organizado, con una reestructuración a nivel de negocios y balance, capaz en el medio plazo de alcanzar, no sólo tasas anuales de crecimiento acumulado superiores al 30% en ingresos y al 50% en Ebitda en los próximos años, sino también, una situación financiera más saneada en su balance.

Es el cumplimiento del Plan Estratégico 2014-2017, que cuenta con el apoyo del propio equipo directivo, el instrumento encargado de conseguir tales objetivos e incrementar, a la par, la cotización del valor vía mayor reconocimiento por parte de la comunidad inversora.

La compañía se enfrenta a un reto motivador y demandante, en el cual tendrá que poner en valor todo lo que es capaz de llevar a cabo.

► Estados Financieros

Cuenta de Resultados (€ millones)	2.012	2013PR	2014e	2015e	2016e	2017e
INCEN	149,39	202,80	298,22	402,77	522,88	656,30
crecimiento %	-0,20	0,36	0,47	0,35	0,30	0,26
Margen Bruto	22,39	28,60	40,35	54,16	68,59	83,95
margen %	0,15	0,14	0,14	0,13	0,13	0,13
Ebitda	6,89	11,11	26,03	38,90	52,31	66,60
margen %	0,05	0,05	0,09	0,10	0,10	0,10
Ebit	3,99	3,35	22,86	27,92	39,17	49,25
margen %	0,03	0,02	0,08	0,07	0,07	0,08
BDI	-18,26	-29,63	11,15	18,57	28,97	39,06
margen %	-0,12	-0,15	0,04	0,05	0,06	0,06
Balance de situación (€ millones)	2.012	2.013	2014e	2015e	2016e	2017e
<b>Activo</b>						
Inmovilizado neto	11,60	14,11	58,42	64,28	69,52	74,12
Inmovilizado financiero	49,65	32,81	21,87	10,94	0,00	0,00
Otros	32,39	39,69	35,24	30,88	26,51	22,15
Activo fijo total	93,64	86,61	115,53	106,10	96,04	96,27
Activo circulante operativo	45,95	61,73	86,91	116,57	152,67	195,15
Caja/Bancos	8,67	12,88	0,02	37,84	94,71	157,49
Activo circulante total	54,62	74,61	86,93	154,40	247,37	352,64
<b>Activo total</b>	<b>148,26</b>	<b>161,22</b>	<b>202,46</b>	<b>260,50</b>	<b>343,41</b>	<b>448,91</b>
<b>Pasivo</b>						
Fondos Propios	-9,00	-13,82	46,40	63,16	88,61	120,79
Socios Minoritarios	3,71	3,39	4,32	6,13	9,66	16,54
Deuda financiera L/P	40,40	42,73	34,17	46,51	65,25	88,94
Provisiones	33,69	39,26	36,69	40,79	46,22	55,00
Acreedores a L/P	74,09	81,98	70,86	87,31	111,47	143,94
Deuda financiera a C/P	26,65	34,77	3,80	5,17	7,25	9,88
Pasivo circulante operativo	52,80	54,89	77,08	98,73	126,42	157,75
Acreedores a C/P	79,45	89,66	80,88	103,90	133,67	167,63
<b>Pasivo total</b>	<b>148,26</b>	<b>161,22</b>	<b>202,46</b>	<b>260,50</b>	<b>343,41</b>	<b>448,91</b>
Cascada de Cash Flow (€ millones)	2.012	2.013	2014e	2015e	2016e	2017e
BDI	-18,26	-29,63	11,15	18,57	28,97	39,06
Ajustes financieros y extraordinarios	20,22	27,96	7,33	3,99	2,68	0,73
NOPAT	1,96	-1,67	18,47	22,56	31,65	39,79
Amortizaciones y provisiones	2,90	7,75	3,17	10,98	13,14	17,35
Capex (inversión en activo fijo)	-2,89	-4,11	-45,68	-8,38	-8,59	-8,80
Nof (inversión en circulante)	-9,85	-10,43	-3,04	-8,05	-8,46	-11,20
Otra inversión / desinversión	0,18	-24,25	-3,28	10,98	10,98	0,05
<b>FREE CASH FLOW</b>	<b>-7,69</b>	<b>-32,71</b>	<b>-30,35</b>	<b>28,09</b>	<b>38,73</b>	<b>37,18</b>
Financieros (1-t)	-6,46	-7,23	-7,33	-3,99	-2,68	-0,73
Deuda	13,24	5,32	-25,19	13,72	20,82	26,33
<b>EQUITY CASH FLOW</b>	<b>-0,92</b>	<b>-34,63</b>	<b>-62,87</b>	<b>37,82</b>	<b>56,87</b>	<b>62,79</b>
Capital social	0,00	38,84	50,00	0,00	0,00	0,00
Pago de dividendos	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00
<b>VARIACIÓN ANUAL DE LA CAJA</b>	<b>-0,92</b>	<b>4,21</b>	<b>-12,87</b>	<b>37,82</b>	<b>56,87</b>	<b>62,79</b>

\*Fuente: Intermoney Valores





➤ Anexos

**ANEXO I: PRINCIPALES RIESGOS DE LA INVERSIÓN**

De cara a la inversión en el Grupo (ya sea vía ampliación de capital o mediante la toma directa de participación), los principales riesgos que afectan a la compañía son:

1. Riesgo de concentración de clientes
2. Riesgo de pérdidas continuadas
3. Riesgo de tipos de interés y de tipo de cambio  
Las variaciones de tipos de interés modifican el valor razonable de aquellos activos y pasivos que devengan un tipo de interés fijo, así como los flujos de efectivo de los activos y pasivos referenciados a un tipo de interés variable, afectando tanto al resultado neto como al patrimonio. En relación al riesgo de cambio, el Grupo no tiene ningún tipo de cobertura. No obstante, afirma poseer una cobertura natural de tipo de cambio que compensa el riesgo de las ventas en la divisa, con las compras realizadas en la misma divisa, quedando el riesgo por tanto limitado a la inversión en capital
4. Riesgo de insolvencia de clientes
5. Riesgo geopolítico al operar en países como Argentina, que pueden expropiar o nacionalizar sus filiales, así como restringir la repatriación de fondos hacia España

**ANEXO II: EVOLUCION DEL CAPITAL SOCIAL**

Inscripción R. Mercantil	Descripcion	Importe (€)	Precio emision/acción	N. acciones emitidas	N. acciones capital social
20-01-2010	Ampliación de capital dineraria	1.086.956,50	0,5€ nominal/0,42€ prima emisión	2.173.913,00	276.017.205,00
26-05-2010	Ampliación de capital por compensacion de credito concursal y aportaciones no dinerarias	1.713.773,50	0,5€ nominal/0,35€ prima emisión	3.427.547,00	279.444.752,00
17-11-2010	Ampliación de capital dineraria	1.333.334,00	0,5€ nominal/0,25€ prima emisión	2.666.668,00	282.111.420,00
22-11-2010	Ampliación de capital por aportacion no dineraria	17.647.059,00	0,5€ nominal/0,35€ prima emisión	35.294.118,00	317.405.538,00
08-06-2011	Ampliación de capital por conversión de 21,4Mn de obligaciones	9.727.272,50	0,5€ nominal/0,05€ prima emisión	19.454.545,00	336.860.083,00
30-12-2011	Reduccion de capital con disminucion del valor nominal de 0,5€ a 0,15€	-	-	-	336.860.083,00
11-6-2012	Ampliación de capital dineraria	795.000,00	0,15€ nominal/0,041€ prima emisión	5.300.000,00	342.160.083,00
30-08-2012	Ampliación de capital por compensacion de creditos	2.186.637,90	0,15€ nominal/0,063€ prima emisión	14.577.586,00	356.737.669,00
12-11-2012	Ampliación de capital dineraria	380.106,45	0,15€ nominal/0,015€ prima emisión	2.534.043,00	359.271.712,00
13-12-2012	Ampliación de capital mediante conversión de obligaciones convertibles en acciones	999.999,00	0,15€ nominal	6.666.666,00	365.938.378,00
26-02-2013	Ampliación de capital dineraria	13.249.615,20	0,15€ nominal	88.330.768,00	454.269.146,00
30-04-2013	Ampliación de capital mediante conversión de obligaciones convertibles en	1.999.999,95	0,15€ nominal	13.333.333,00	467.602.479,00
11-6-2013	Ampliación de capital por compensacion de creditos	349.992,90	0	2.333.286,00	469.935.765,00
12-6-2013	Ampliación de capital por compensacion de creditos	3.701.231,85	0	20.474.879,00	490.410.644,00

\*Fuente: Ezentis, Intermoney Valores

Inscripción R. Mercantil	Descripción	Importe (€)	Precio emisión/acción	N. acciones emitidas	N. acciones capital social
17-09-2013	Ampliación de capital por compensación de créditos	3.450.000,00	0,15€ nominal	23.000.000,00	513.410.644,00
22-10-2013	Ampliación de capital mediante ejercicio de warrants	355.029,45	0,15€ nominal/0,019€ prima emisión	2.366.863,00	515.777.507,00
24-10-2013	Ampliación de capital mediante ejercicio de warrants	1.071.427,50	0,15€ nominal/0,018€	7.142.850,00	522.920.357,00
13-11-2013	Ampliación de capital dineraria	2.284.263,00	0,15€ nominal/0,047€ prima emisión	15.228.420,00	538.148.777,00
13-11-2013	Ampliación de capital mediante ejercicio de warrants	1.050.516,30	0,15€ nominal/0,018€ prima emisión	7.003.442,00	545.152.219,00
21-11-2013	Ampliación de capital dineraria	635.592,75	0,15€ nominal/0,086€ prima emisión	4.237.285,00	549.389.504,00
28-11-2013	Ampliación de capital	673.026,30	0,15€	4.486.842,00	553.876.346,00
4-12-2013	Agrupación y canje de acciones que pasan de tener valor nominal de 0,15€ a 0,60€	-	-	-	138.469.086,00
7-1-2014	Ampliación de capital por compensación de créditos	249.352,80	0,6€ nominal/1,019€ prima emisión	415.588,00	138.884.674,00
7-1-2014	Ampliación de capital por compensación de créditos	42.345,00	0,6€ nominal	70.575,00	138.955.249,00
7-1-2014	Ampliación de capital por compensación de créditos	123.008,40	0,6€ nominal/1,019€ prima emisión	205.014,00	139.160.263,00
7-1-2014	Ampliación de capital dineraria	7.614.213,00	0,6€ nominal/0,188€ prima emisión	12.690.355,00	156.218.028,00
13-02-2014	Ampliación de capital mediante ejercicio de warrants	300.000,00	0,6€ nominal/0,072€ prima emisión	500.000,00	156.718.028,00
5-5-2014	Operación acordeón (reducción y posterior ampliación de capital)	47.400.000,00	Reducción nominal a 0,3€ desde 0,6€	1.375.000,00	158.093.028,00
5-5-2014	Ampliación de capital por compensación de créditos	350.000,00	-	-	-
5-5-2014	Ampliación de capital	máximo de 80Mn€	Por determinar: Rango 0,3-1,10€	-	-
14-05-2014	Ampliación de capital por compensación de créditos	750.554,07		611.950,00	158.704.978,00

\*Fuente: Ezentis, Intermoney Valores

**ANEXO III: EQUIPO DIRECTIVO Y MIEMBROS DEL CONSEJO****Manuel García-Durán, Presidente Ejecutivo (Participación 22,05%)**

La carrera profesional de don Manuel García-Durán ha estado permanentemente ligada a proyectos y empresas de tecnología, telecomunicaciones y sector audiovisual. Fue presidente de Telefónica Media, la unidad de negocio de la multinacional española que gestionaba todos los intereses del Grupo en los sectores audiovisual y de medios. Durante su desempeño en Telefónica, en los años 1996 a 2001, ejerció los cargos de Director General de marketing del Grupo, Director General de publicidad, Director General de comunicación y Vicepresidente Ejecutivo y consejero de Antena 3 TV. En los últimos años, don Manuel García Durán ha liderado diversos proyectos vinculados al sector audiovisual.

**Fernando González Sánchez, Consejero Delegado (Participación 0,258%)**

El Sr. González posee una destacada experiencia en la dirección general y financiera de empresas desarrollada en renombrados grupos empresariales como son Globalia, donde fue director general de la división hotelera hasta su incorporación en Ezentis; Viajes Marsans, en la que desempeñó las funciones de director financiero durante 14 años; y Grupo Barceló, donde fue director de auditoría y sistemas.

**Guillermo José Fernández Vidal, Consejero Externo (Participación 0,16%)**

Ingeniero Superior Industrial y Licenciado en Informática. Desde al año 2006 ha sido asesor de Telefónica, consejero de Telefónica O2 en Chequia, consejero de Telesp en Brasil, consejero de Telefónica de España, consejero de Telefónica Móviles España, miembro del Advisory Board de Accenture, miembro del Advisory Board de NOKIA España y consejero de Telefónica I+D. Ha sido miembro del consejo de administración de Amper, Telefónica de Perú, Telefónica de Chile, TPI, Terra, Telefónica Móviles, Vía Digital, Unisource y Portugal Telecom y ha ocupado diversos puestos directivos dentro del Grupo Telefónica. También ha sido Presidente de Telefónica Sistemas, Consejero Delegado de Telefónica Data y adjunto al Consejero Delegado. Con carácter previo, el Sr. Fernández Vidal también trabajó en NCR y Entel.

**Enrique Sánchez de León, Consejero independiente**

El Sr. Sánchez de León García es licenciado en Ciencias Económicas y Empresariales en el Colegio Universitario de Estudios Financieros (C.U.N.E.F.) y en Derecho por la Universidad Nacional de Educación a Distancia; y diplomado en Dirección Financiera y Bancaria, en Comercio Exterior y en Gerencia de Empresas para las Comunidades Europeas, por diversas instituciones. En la actualidad es Director General de la Asociación para el Progreso de la Dirección (APD).

**Ana María Sánchez Tejada, Consejero Dominical**

Licenciada en Ciencias Económicas y Empresariales, Doctora en Ciencias Económicas y Miembro del Grupo Andaluz de Hacienda Pública del Programa andaluz de investigación. Desde el año 1988 es Profesora Titular de Universidad en el Área de Economía Aplicada, Departamento de Hacienda Pública de la Facultad de Ciencias Económica de la Universidad de Málaga. Ha sido Vicedecana de Ordenación Académica de la Facultad de CC. Económicas (1989-1998), Decana de la facultad de CC. Económicas (1998-2003), Vicerrectora de Profesorado de la Universidad de Málaga (2004-2008) y Vicerrectora de Relaciones Universidad-Empresa (2008-2012). Actualmente, es consejera del Consejo Económico y Social de Andalucía (desde el 2010) y vocal del Patronato de la Fundación Centro de Estudios Andaluces (desde el 2001).

**Luis Solana Madariaga, Consejero Independiente**

Licenciado en Derecho por la Universidad Complutense de Madrid, estudió economía de empresa en Londres y París. Ha sido subdirector general del Banco Urquijo; creador de Serfibán; presidente de Telefónica entre 1982 y 1989, período en el que se inició la internacionalización de la compañía, y director general de RTVE (1989-1990). Asimismo, ha promovido la sociedad Graminsa, dedicada a la creación y fomento de empresas en sectores innovadores y de nuevas tecnologías.

Don Luis Solana ha sido diputado por Segovia (1977-1979); presidente de la Comisión de Hacienda; vicepresidente segundo de la Comisión de Hacienda y vocal en las de Economía y Universidades. Además, fue durante ocho años

portavoz en la Comisión de Defensa. Está condecorado con la Medalla al Mérito Constitucional, la Cruz de Oro de la Cruz Roja, la Gran Cruz al Mérito Naval y la Cruz de Plata de la Guardia Civil.

#### **José Wahnón Levy, Consejero independiente**

Licenciado en Ciencias Económicas por la Universidad de Barcelona, y PMD y Leadership in Services Companies por Harvard. Auditor Censor Jurado de Cuentas, desde 1975 ha desarrollado su carrera profesional en PriceWaterhouseCoopers, siendo socio desde 1987 hasta 2007 y con amplia experiencia internacional (PwC USA y Reino Unido). Asimismo, ha sido socio responsable a nivel nacional de la división de Servicios a Entidades Financieras, socio responsable de la división de Auditoría y miembro de la Ejecutiva en España y Europa en PWC (2003-2007). Actualmente colabora con el Fondo de Garantía de Depósitos.

#### **Javier Cremades García, Consejero externo**

Abogado y presidente fundador de la firma Cremades & Calvo-Sotelo, S.L. Doctor en Derecho por la Universidad de Regensburg, ha sido profesor visitante en Stanford (EEUU) y profesor en la Universidad Carlos III de Madrid. Es pionero en España del Derecho de las Telecomunicaciones y editor del primer manual de esa disciplina. Autor de docenas de artículos científicos y de numerosas monografías especializadas. Dirige la colección de libros "Derecho de las Telecomunicaciones" en la editorial La Ley y es miembro del Consejo Editorial de la "Revista Española de Derecho de las Telecomunicaciones" y de la "Revista de la Contratación Electrónica" entre otras muchas publicaciones académicas. Ha sido nombrado recientemente Académico Correspondiente de la Sección de Derecho de la Real Academia de Doctores de España.

Ha sido Secretario General de la Cámara de Comercio Brasil-España (2003-2008) y Secretario General de la Asociación de Compañías Chinas en España.

#### **Luis Morgado Miranda, Consejero dominical (Participación 2,43%)**

Licenciado en Ciencias Económicas y Empresariales por CUNEF y con un Máster en Mercados Financieros, cuenta con más de 20 años de experiencia en el sector financiero, siendo uno de los principales actores de los mercados de derivados y de negociación de Renta Variable española: fue el artífice de la integración de las funciones de Mercados Derivados, Cuenta Propia y Arbitraje de BENITO&MONJARDIN S.V.B en la estructura de Banco Espíritu Santo. En calidad de Inversor Privado y Business Angel participó en la creación, fusión y venta de Iconos Network, Gruposdecompra.com y Xmall y ha sido el socio fundador de Clickitpoint SL, M&C Derivados SL, y Cuadro Mirando SL. Asimismo, en el período de 2000-2011 fue Miembro del Comité de Dirección Ibérico, máximo responsable de la estrategia operativa en la Península Ibérica de las áreas de: Cuenta Propia y Arbitraje. Desde 2012 es socio fundador de MCIM S.L.

#### **Alfredo Parra García-Molinier, Secretario General**

Licenciado en Derecho por la Universidad de León, Abogado del Estado desde 1998. Hasta su incorporación a la Sociedad ha venido ejerciendo las funciones de Secretario General y del Consejo de Administración de la Sociedad Estatal de Participaciones Industriales y vocal del Consejo de Administración de Red Eléctrica de España, S.A.

Con anterioridad, ha sido Director de la Asesoría Jurídica de Corporación de Radio Televisión Española, S.A. Previamente, entre 1998 y 2010 prestó sus servicios como abogado del Estado desempeñando responsabilidades en el Ministerio de Asuntos Exteriores y de Cooperación, Sociedad Estatal de Acción Cultural Exterior, Instituto Cervantes, Consejo de Seguridad Nuclear, y otros destinos en la Abogacía General del Estado- Dirección del Servicio Jurídico del Estado.

#### **Álvaro Rodríguez-Quiroga Torres, Vicesecretario no consejero**

Abogado colegiado por el Ilustre Colegio de Abogados de Madrid y licenciado en el IEB de la Complutense de Madrid, instituto en el cual cursó el Master en Bolsa y Mercados Financieros. Desarrolló su carrera en distintos despachos en Madrid, Londres y actualmente ejerce de abogado en Rodríguez-Quiroga Abogados (Madrid). Además, desde 2012 hasta la actualidad posee los cargos de Secretario del Patronato en la Fundación África, Secretario del Consejo de Administración en Diver Kartin S.L y Quanto Arquitectura Internacional. El 21 de abril de 2013 fue nombrado Vicesecretario no consejero de Ezentis, cargo que desempeña en la actualidad.

## RANKING DE RECOMENDACIONES DE IM VALORES SV

Cualquier compañía analizada por Intermoney valores sv, recibirá uno de las siguientes recomendaciones, que representan tan solo la visión personal de Intermoney valores sv respecto a una acción en concreto, desde un punto de vista estrictamente fundamental.

**COMPRAR:** se espera que el valor tenga un mejor comportamiento relativo que su índice de referencia, en un periodo de 12 meses, con un potencial de revalorización frente al precio actual a la fecha del informe superior al 10%-15%.

**MANTENER:** se espera que el valor tenga un comportamiento relativo similar al de su índice de referencia, en un periodo de 12 meses, con un potencial de revalorización frente al precio actual a la fecha del informe entre el 5%-10%.

**REDUCIR:** se espera que el valor tenga un peor comportamiento relativo que su índice de referencia, en un periodo de 12 meses, con un potencial de revalorización frente al precio actual a la fecha del informe inferior al 5%

Estos porcentajes son estimativos y orientativos y la recomendación puede oscilar, no ajustándose estrictamente a estos porcentajes, en función de elementos coyunturales y de tipología de sectores y valores, en función del criterio del analista.

El presente informe refleja la opinión leal e imparcial de Intermoney valores sv. Sin embargo, el hecho de que existan múltiples factores y variables de tipo económico, financiero, jurídico, político, etc., que pueden afectar a la información y opinión suministradas en el presente informe y que son, por su propia naturaleza, incontrolables e impredecibles, así como el hecho de que el presente informe ha sido elaborado a partir de datos suministrados por fuentes sobre las que Intermoney valores sv no siempre tiene control y cuya verificación no siempre es posible, hace que Intermoney valores sv no garantice la corrección de la información y opinión suministradas. En consecuencia, Intermoney Valores sv no asume responsabilidad alguna por los daños y perjuicios - sea cual sea su naturaleza - derivados de errores y/o incorrecciones o de la inexactitud de la información y opinión suministradas en el presente informe, ni de su utilización, sea cual fuere el uso al que sea destinado.

El presente informe no presta asesoramiento financiero personalizado ni de ningún tipo ni para su destinatario/s ni para cualquier tercero que tenga acceso al presente informe. El presente informe ha sido elaborado con independencia de las circunstancias y objetivos financieros particulares de su destinatario/s. Por tanto, su destinatario/s, así como toda persona física o jurídica inversor que tenga acceso al presente informe debe ser consciente de que los valores, instrumentos o inversiones a los que el mismo hace referencia, pueden no ser adecuados para sus objetivos específicos de inversión, su posición financiera o su perfil de riesgo, ya que éstas no han sido tomadas en cuenta para la elaboración del presente informe, por lo que debe adoptar sus propias decisiones de inversión teniendo en cuenta dichas circunstancias y procurándose el asesoramiento específico y especializado que pueda ser necesario.

El destinatario/s acepta el hecho de que la información suministrada por Intermoney Valores sv no implica en ningún caso recomendación de compra o venta de valores e instrumentos financieros ni la realización de inversión alguna, por lo que Intermoney valores sv en ningún caso podrá ser objeto de reclamaciones por pérdida, daño, coste o gasto alguno derivado del uso de la información y opinión suministradas en el presente informe.

El destinatario/s del presente informe, aceptando y asumiendo expresamente lo anteriormente expuesto, tomará la información y opinión suministrada en el presente informe por Intermoney valores sv, como una opinión más con todas las limitaciones que le afectan.

Ninguna parte de este documento puede ser: (1) copiada, fotocopiada o duplicada en ningún modo, forma o medio (2) redistribuida o (3) citada, sin permiso previo por escrito de Intermoney valores sv. El destinatario/s será el único responsable de las consecuencias que se pudieran derivar de tales acciones, así como la salvaguarda de la información suministrada, debiendo tomar las medidas de seguridad apropiadas para la protección contra el acceso o difusión no autorizados del mismo.

El presente informe ha sido emitido conforme a la Legislación Española y, por lo tanto, su uso, alcance e interpretación deberán someterse a lo aquí expuesto y conforme dicha Legislación.

Información adicional: Intermoney valores sv sa. T: 914 32 64 00. F: 914 32 64 52. Torre Picasso. Planta 32. 28020 Madrid.

Intermoney Valores es una entidad inscrita en el Registro Oficial de Sociedades y Agencias de Valores y Sociedades Gestoras de Cartera de la CNMV. Nº de registro oficial: 169.

**INTERMONEY VALORES SV**

Director General: Javier de la Parte

---

**DEPARTAMENTO DE TRADING Y VENTAS INSTITUCIONALES RENTA VARIABLE**

**+34 91 432 64 35**

Director: Eduardo Moreno (emoreno@grupocimd.com)

Ainhoa Pérez (aperez@grupocimd.com)

Carmen Martín (carmenm@grupocimd.com)

Javier Soto (jsoto@grupocimd.com)

Maite Franco (mfranco@grupocimd.com)

Juan Pérez (jperez@grupocimd.com)

Enrique Aparicio (eparicio@grupocid.com)

Juan San José (jsanjose@grupocimd.com)

Pedro Guinea (pguinea@grupocimd.com)

Javier López Medina (jlopez@grupocimd.com)

Rubén Sánchez (rsanchez@grupocimd.com)

David López (dlopez@grupocimd.com)

---

**DEPARTAMENTO DE ANÁLISIS**

**+34 91 790 62 80**

Directora: Esther Martín Figueroa (emartin@grupocimd.com)

Álvaro Navarro (anavarro@grupocimd.com)

Antonio Pausa (apausa@grupocimd.com)

Elena Fernández (elenafernandez@grupocimd.com)